

نقش تعدیل کننده حاکمیت شرکتی در رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک پذیری*

محمد نمازی^۱

سمیه حسینی نیا^۲

مریم لکی خسروخانی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۰۶ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۰/۰۶

چکیده

تئوری‌های حسابداری مدیریت ادعا می‌کنند که شرکت‌ها در طول مراحل مختلف سیکل عمر محصول، ریسک‌های متفاوتی را تجربه می‌کنند. این مطالعه نقش تعدیل کننده حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و جنبه‌های ریسک‌پذیری آن را بررسی می‌کند. این مطالعه از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. از تجزیه و تحلیل داده‌های پانل آماری استفاده شده و نمونه شامل ۱۲۸ شرکت بود. نتایج نشان داد مرحله افول سیکل عمر محصول تنها مرحله‌ای است که بر ریسک‌پذیری شرکت‌های منتخب تأثیر می‌گذارد. به گونه قابل ملاحظه‌ای، بین مرحله افول سیکل عمر محصول و ریسک‌پذیری رابطه مثبت وجود دارد. افزون بر این، نتایج نشان‌دهنده رابطه مثبت بین مراحل رشد و کاهش سیکل عمر محصول یک شرکت است و ریسک‌پذیری آن زمانی که حاکمیت شرکتی نقش تعدیل کننده را ایفا می‌کند، رخ می‌دهد. به طور خلاصه، هنگامی که حاکمیت شرکتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده عمل می‌کند، رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک‌پذیری آن کمتر از زمانی است که چنین متغیری وجود ندارد. از این رو، نهادهای نظارتی و مدیران باید نقش حاکمیت شرکتی را در همه مراحل سیکل عمر محصول برای اطمینان از تصمیمات و استراتژی‌های شرکت موفق مورد توجه قرار دهند.

واژگان کلیدی

ریسک‌پذیری، سیکل تولید، حاکمیت شرکتی، تئوری نمایندگی

* این مقاله ترجمه ای از مقاله "The Moderating Role of Corporate Governance on the Relationship between a

Firm's Product Lifecycle and Risk-Taking" می باشد.

۱. استاد ممتاز، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران. (mnamazirose@shirazu.ac.ir)

۲. دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران.
(Sommaye.hosseini69@gmail.com)

۳. مترجم مقاله: دانشجوی مقطع دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران.
(maryamlak2613@gmail.com)

مقدمه

ظهور ادبیات سیکل عمر محصول (الهادی، حسن و حبیب، ۲۰۱۵؛ حبیب و حسن، ۲۰۱۵؛ رحیمی و فلاح، ۲۰۱۵) به گونه واضح به اهمیت ترسیم ریسک یک شرکت در طول سیکل عمر محصول اشاره کرده است. سیکل زندگی محصولات شامل مراحل معرفی، رشد، بلوغ، زوال و از بین رفتن است (گورت و کلپر^۱، ۱۹۸۲). درواقع، این سؤال به وجود آمده است: تأثیر مهم هر مرحله از سیکل عمر یک محصول بر ریسک‌پذیری شرکت چیست؟

در همین حال، ادبیات حاکمیت شرکتی (جنسن و مک‌لینگ^۲، ۱۹۷۶؛ لی، کیم و کیم^۳، ۲۰۱۶؛ پامینتو^۴، ۲۰۱۵؛ شلفر و ویشنی^۵، ۱۹۸۶) نشان می‌دهد که اجرای حاکمیت شرکتی مناسب باعث افزایش کارایی و رشد اقتصادی شرکت‌ها می‌شود. از این رو، حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند ریسک‌های شرکت را در حوزه‌های مختلف کاهش دهد. این امر خطر تضاد منافع را در بین ذینفعان یک شرکت، به‌ویژه رابطه نمایندگی بین مدیریت و سهامداران، حذف یا کاهش می‌دهد (نمازی، ۱۳۹۲؛ ۱۳۶۴). ساختار حاکمیت شرکتی نیز به‌صراحت حقوق و تعهدات ذینفعان مختلف سازمان یعنی مدیریت، اعضای هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر افراد را تعیین می‌کند. اگر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی به گونه مؤثر طراحی شوند، انتظار می‌رود که شرکت در فرآیند تصمیم‌گیری مؤثر باشد (فانگ^۶، ۲۰۱۴). بهبود فرآیند تصمیم‌گیری مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی نیز ممکن است منجر به کاهش ریسک شود (لی، کیم و کیم، ۲۰۱۶).

از آنجایی که تصمیمات مهم مرتبط با محصولات، منجر به خرید محصولات یا کنار گذاشتن برخی از محصولات فعلی و معرفی محصولات جدید است، حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند به گونه قابل توجهی بر رابطه بین فرآیند سیکل عمر محصول شرکت و ریسک‌های آن تأثیر بگذارد. فیلاتوچف، تامز و رایت^۷ (۲۰۰۶) پیشنهاد می‌کنند که مسائل حاکمیتی باید فراتر از دیدگاه‌های اقتصادی و مالی باشد تا استراتژی محصول و ابعاد دانش و همچنین موضوعات بافتی را در برگیرد (فیلاتوچف و همکاران). آن‌ها نشان می‌دهند که پارامترهای حاکمیت شرکتی ممکن است با آستانه‌های استراتژیک در سیکل عمر محصول شرکت مرتبط باشند و انتقال موفقیت‌آمیز بیش از یک آستانه با ایجاد تعادل مجدد در ساختار و نقش‌های حاکمیت شرکتی در هر مرحله از سیکل عمر همراه است. به گونه‌ای که مسائل کلیدی در اینجا این است: آیا حاکمیت شرکتی رابطه بین هر مرحله از سیکل عمر محصول و ریسک‌های شرکت را تقویت می‌کند؟

هدف این مقاله پاسخ به پرسش‌های پیشین با بررسی رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک‌های آن و بررسی نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی در ارتباط با آن است. علیرغم تلاش‌های متعدد، نقش حاکمیت شرکتی در این حوزه

¹ Gort & Klepper

² Jensen & Mekling

³ Lee & Kim & Kim

⁴ Paminto

⁵ Shleifer & Vishny

⁶ Fang

⁷ Filatotchev & Toms & Wright

هنوز بررسی نشده است. یک موضوع معاصر که اخیراً مورد مطالعه قرار گرفته است، تأثیر سیکل عمر محصول یک شرکت در پروژه‌های ریسک‌پذیر آن است. حبیب و حسن^۱ (۲۰۱۵) معتقدند که ریسک‌پذیری شرکتی با تغییرات در مراحل سیکل عمر محصول یک شرکت همراه است. به عنوان مثال، پایگاه‌های منابع مالی یک شرکت اساسی تر است و به سرمایه‌گذاری پرخطر بیشتری برای توسعه در مرحله اولیه سیکل عمر محصول یک شرکت نیاز دارد. باین حال، در مرحله کاهش، افزایش ریسک‌پذیری تحت تأثیر هدف شرکت برای بازگشت به سودآوری قرار می‌گیرد؛ بنابراین، این مقاله با بسط مطالعات قبلی به این امر کمک می‌کند. این استدلال وجود دارد که تغییرات در سیکل عمر محصول یک شرکت، زمانی که حاکمیت شرکتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده عمل می‌کند، بر ریسک‌پذیری آن تأثیر می‌گذارد. شواهد تجربی این مطالعه همچنین نشان می‌دهد که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در مراحل مختلف سیکل عمر محصول و ریسک‌پذیری ارتباط وجود دارد.

ساختار بقیه مقاله به شرح زیر است: بخش دوم شرح نظریه. بخش سوم مروری بر ادبیات پژوهش و توسعه فرضیه‌ها. بخش چهارم جمع‌آوری داده‌ها و روش اتخاذ شده. بخش پنجم تشریح نتایج و بخش ششم بحث و نتیجه‌گیری است.

مبانی نظری

ریسک‌پذیری یک شرکت به میزان عدم اطمینان مرتبط با نتایج مورد انتظار و جریان‌های نقدی به وجود آمده در نتیجه سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید، اشاره دارد (حبیب و حسن، ۲۰۱۵؛ رایت، فریس و آواستی^۲، ۱۹۹۶). این می‌تواند ایده‌ای در مورد رشد، عملکرد و بقای شرکت ارائه دهد (برومیلی^۳، ۱۹۹۱؛ حبیب و حسن، ۲۰۱۵؛ لی، کیم و کیم، ۲۰۱۶). بر اساس تئوری نمایندگی (نمازی، ۱۳۶۴؛ راس^۴، ۱۹۷۳)، سهامداران شرکت‌ها ترجیح می‌دهند که پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت را بدون توجه به ریسک‌های مرتبط، اجرا کنند (فاجیو، مارکیکا و مورا^۵، ۲۰۱۱). باین حال، مدیران اساساً تحت تأثیر منافع شخصی خودشان هستند و تمایلی به انجام پروژه‌های مخاطره‌آمیز ندارند (فاما^۶، ۱۹۸۰) و احتمالاً ریسک سرمایه‌گذاری‌های مهم حاصل از آن را قبول می‌کنند (پارینو، پوتشمن و ویزباخ^۷، ۲۰۰۵). در این شرایط، زمانی که شرکت‌ها جریان‌های نقدی آزاد بیش از حد را حفظ می‌کنند، مدیریت‌هایی که رشد را به حداکثر می‌رسانند، تمایل دارند در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که بازدهی کمتر از هزینه سرمایه شرکت داشته باشد (جنسن، ۱۹۸۶). هر شرکتی که جریان‌های نقدی آزاد قابل توجهی به دست می‌آورد، احتمالاً در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کند (ساراویا^۸، ۲۰۱۳).

¹ Habib & Hassan

² Wright & Ferris & Awasethi

³ Bromilli

⁴ Ross

⁵ Faccio, Marchica & Mura

⁶ Fama

⁷ Parrino, Potesman & Weisbach

⁸ Saravia

پژوهش لو^۱ (۲۰۰۹) نشان می‌دهد که مدیران با موقعیت‌های پایدارتر، رفتار ریسک‌پذیر خود را کاهش می‌دهند. در نتیجه، دو مانع بالقوه ممکن است ایجاد شود مانند مشکل نمایندگی و اشتراک ریسک (امیلی^۲، ۲۰۱۳). مشکل نمایندگی زمانی ظاهر می‌شود اهداف مدیریت با اهداف اصلی متفاوت باشد (خطر اخلاقی). این مشکل همچنین زمانی به وجود می‌آید که تأیید مدیران دارای تخصص و مهارت و مدعی برای انجام وظایف محول شده (انتخاب نامطلوب)، دشوار یا پرهزینه است. مشکل اشتراک ریسک زمانی به وجود می‌آید که مدیران و نمایندگان نگرش‌های متفاوتی نسبت به ریسک داشته باشند و از این رو، در مورد اقداماتی که باید انجام شود، اختلاف نظر ایجاد می‌شود (نمازی^۳؛ ۱۳۶۴؛ ۱۳۹۲؛ راس، ۱۹۷۳).

برای حل این مشکلات، نظریه نمایندگی، دو نوع مکانیزم رسمی مدیریت را برای نظارت بر روابط پیشنهاد می‌کند (رانگوتساناثام و همکاران^۴، ۲۰۰۷) و نمایندگی‌ها می‌توانند به گونه مشترک نتیجه را مشاهده کنند و پاداش نمایندگی‌ها بر اساس یک سری عملکرد اندازه‌گیری شده، قابل مشاهده است (اکنایات^۵، ۲۰۰۴؛ چویی و لایکر^۶، ۱۹۹۵). مکانیسم مدیریتی دیگر مبتنی بر رفتار است که در آن مدیران می‌توانند کنترل‌های رفتاری را برای نظارت بر رفتارها و تلاش‌های نمایندگی‌ها ایجاد کنند (ایسنهارت^۷، ۱۹۸۹؛ اکنایات، ۲۰۰۴؛ امینی، ۱۳۹۲) ریسک‌پذیری می‌تواند تحت تأثیر مشکلات نمایندگی باشد. دو فرضیه برای این موضوع ارائه شده است. اولین مورد، فرضیه انتقال ثروت (کامینز و سامر^۸، ۱۹۹۶) است که استدلال می‌کند، موقعیت دارندگان سهام مشابه یک اختیار خرید است و ارزش این اختیار خرید با افزایش ریسک دارایی‌های مرتبط تعیین می‌شود. این نشان می‌دهد که با افزایش مالکیت مدیر، منافع او با منافع سهامداران سازگارتر می‌شود. این پدیده به دلیل اتخاذ سطح بالاتری از ریسک، انگیزه قوی برای به حداکثر رساندن ارزش اختیار خرید آن‌ها ایجاد می‌کند (گالانی و ماسولیس^۹، ۱۹۷۶؛ چین و استنر و وایت^{۱۰}، ۲۰۰۱).

فرضیه دوم، فرضیه ریسک‌گریزی است (اسمیت و استولز^{۱۱}، ۱۹۸۵) که ادعا می‌کند با افزایش سهام مالکیت مدیران، آن‌ها به گونه فزاینده‌ای ریسک‌گریز می‌شوند و بیشتر مستعد ریسک هستند (چن و همکاران، ۲۰۰۱). این نگرش ریسک‌گریزی ممکن است آن‌ها را راهنمایی کند تا سرمایه‌گذاری‌های کم‌خطرتر را انتخاب کنند یا با سرمایه بیشتری نسبت به آنچه سهامداران به عنوان سرمایه بهینه تعریف می‌کنند، فعالیت کنند (گارسیا-مارکو و روبلز-فرناندز^{۱۱}، ۲۰۰۸). این مدیران در تلاش برای حفظ مشاغل خود از استراتژی‌های بسیار پرخطر اجتناب می‌کنند و از آنجا که هیچ پرداخت اضافی برای دریافت

¹ Low

² Emili

³ Rungtusanatham, Rabinovich, Ashenbaum & Wallin

⁴ Ekanayake

⁵ Choi & Liker

⁶ Eisenhardt

⁷ Cummins & Sommers

⁸ Galai & Masulis

⁹ Chen, Steiner & White

¹⁰ Smith & Stulz

¹¹ García-Marco & Robles-Fernández

بازدهی بالاتر با اتخاذ ریسک بیشتر دریافت نمی کنند، انگیزه‌ای برای انتخاب پروژه‌های پرخطر ندارند (راسموسن^۱، ۱۹۸۸؛ ماسولیس^۲، ۱۹۸۷)؛ اما اگر تمرکز کافی در مورد ساختار مالکیت وجود داشته باشد، مشکل نمایندگی ممکن است کاهش یابد و درجه ریسک گریزی در بین مدیران قابل نظارت باشد (گارسیا-مارکو و روبلز-فرناندز، ۲۰۰۸).

از سوی دیگر، نظریه سیکل عمر محصول یک شرکت (الهادی و همکاران، ۲۰۱۵؛ حبیب و حسن، ۲۰۱۵)؛ شامل توصیف ویژگی‌های مراحل معرفی، رشد، بلوغ، زوال و ادغام است. این نظریه را می‌توان به عنوان توسعه مفهوم سیکل عمر محصول، توسعه یافته در بازاریابی (رینک و سوان^۳، ۱۹۷۹) مشاهده کرد؛ مانند فردی که در مراحل متمایزی از زندگی حرکت می‌کند، عمر محصول یک شرکت را نیز می‌توان برحسب مراحل سیکل عمر توصیف کرد. این مراحل به مجموعه‌ای از استراتژی‌ها، ساختارها، موانع و فرآیندهایی بستگی دارد که محصول در یک دوره خاص از زندگی خود با آن مواجه است (جعفر و حلیم^۴، ۲۰۱۶). به دلیل روابط نمایندگی که قبلاً مورد بحث قرار گرفت و ویژگی‌های ذاتی هر سیکل عمر، مقادیر متفاوتی از ریسک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، جریان نقدی و هزینه‌های نمایندگی با مراحل مختلف سیکل عمر محصول شرکت مرتبط است؛ به عبارت دیگر، میزان ریسک برای مرحله سیکل محصول هر شرکت یکسان نیست. بلکه در هر مرحله متفاوت است.

مطالعات قبلی و توسعه فرضیه

سیکل تولید شرکت و ریسک‌های آن

همان‌طور که پیچیدگی‌های محیطی و سازمانی روزبه‌روز افزایش می‌یابد، انواع مختلفی از دانش و کارآمد برای اداره امور اداری یک شرکت مورد نیاز است (فیلاتویچ و همکاران، ۲۰۰۶). در نتیجه، مسائل نمایندگی و نظارت رشد خواهند کرد تا به وظایف غالب شرکت تبدیل شوند. با توجه به سیکل عمر یک محصول، به عنوان مثال در مرحله بلوغ، عملکرد نظارت غالب می‌شود، اما ایجاد یک مکانیسم نظارتی مناسب، پرهزینه است. شرکت‌های بالغ نیز ممکن است با کاستی‌هایی در سیستم حاکمیت شرکتی خود مواجه شوند و با تغییرات محیطی رایج سازگار نشوند (فیلاتویچ و همکاران، ۲۰۰۶). آن‌ها همچنین ممکن است فرصت انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت برتر و حفظ جریان نقدی قابل توجه و آزاد را از دست بدهند (جنسن، ۱۹۹۳). این عوامل همچنین می‌توانند میزان ریسک و هزینه نمایندگی را افزایش دهند.

تاکنون تعداد بسیار محدودی از مطالعات برای بررسی تجربی رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک‌های آن انجام شده است. لین، چن، وانگ و آنجلالیو^۵ (۲۰۱۲) نشان دادند که در مرحله رشد، شرکت‌ها تمایل بیشتری به پذیرش ریسک دارند. سلامت مالی تمرکز اصلی برای شرکت‌های در حال توسعه در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری پرخطر است. در مرحله رشد، شرکت‌ها نیز به جای عملکرد فعلی، بر رشد آینده تمرکز خواهند کرد. باین حال، برای شرکت‌هایی که در

¹ Rasmussen

² Masulis

³ Rink & Swan

⁴ Jaafar & Halim

⁵ Lin, Chen, Wang and AngelaLiu

مرحله خروج از بازار هستند، نه منابع و نه عملکرد آن‌ها بر رفتار ریسکشان تأثیر قابل توجهی ندارد. افزون بر این، سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی در هر مرحله از سیکل حیات شرکت به شدت با نوع صنعت مرتبط است. ساراویا (۲۰۱۳) نشان داد که با بلوغ شرکت‌ها، هزینه‌های نمایندگی جریان‌های نقدی آزاد نیز افزایش می‌یابد، مقررات ضد تصاحب بیشتری پدیدار خواهد شد و شرکت‌ها در پروژه‌هایی با بازدهی کمتر از هزینه سرمایه خود سرمایه‌گذاری خواهند کرد. الهادی و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند که شرکت‌هایی با کمیته ریسک جداگانه با افزایش ریسک بازار بیشتر مرتبط هستند، اثری که برای شرکت‌های در مرحله بلوغ بارزتر است. رحیمی و فلاح (۲۰۱۵) به بررسی سیکل حیات سازمان‌ها (دو بانک) و تأثیر آن‌ها در تدوین استراتژی پرداختند. آن‌ها همچنین ویژگی‌های خاص موردنیاز برای اجرای استراتژی در هر سیکل حیات را بیان کردند. حبیب و حسن (۲۰۱۵) دریافتند که ریسک‌پذیری در مراحل معرفی و کاهش سیکل عمر محصول بیشتر است اما در مراحل رشد و بلوغ کمتر است. آن‌ها همچنین گزارش دادند که ریسک‌پذیری در مراحل معرفی و افول بر عملکرد آتی شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. این رابطه برای مراحل رشد و بلوغ مثبت است. حبیب و حسن (۲۰۱۵) همچنین گزارش دادند که تمایل درونی ریسک‌پذیری مدیر در طول دوره‌های رفتار هیجانی بالای سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. با این حال، شرکت‌ها در مراحل مختلف سیکل عمر محصول، به رفتار عاطفی به شکل متفاوتی پاسخ می‌دهند. در نهایت، نتایج آن‌ها نشان داد که سیکل عمر یک شرکت، قدرت توضیح دهندگی برای رفتار ریسک‌پذیر یک سازمان دارد. از این رو، فرضیه زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: مراحل سیکل عمر محصول یک شرکت بر اقدامات ریسک‌پذیر آن تأثیر می‌گذارد.

نقش حاکمیت شرکتی: نظریه شرکت (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶) سه عامل را شناسایی می‌کند که می‌توانند تضادهای نمایندگی را کاهش دهند و همچنین ممکن است بر ریسک‌پذیری تأثیر بگذارند: انگیزه‌های مدیریت، نظارت و ساختار مالکیت (الیگ و مارک، ۲۰۰۴)، ساختار هیئت‌مدیره به‌ویژه به‌عنوان محرک ریسک شرکت شناخته شده است (پاتان^۱، ۲۰۰۹). اگرچه حاکمیت شرکتی در مورد اطمینان از مسئولیت‌پذیری مدیریت برای به حداقل رساندن ریسک سهامداران، نزولی است، اما به توانمندسازی کارآفرینی مدیریتی نیز توجه دارد تا سهامداران از پتانسیل صعودی شرکت‌ها بهره‌مند شوند (فیلانوویچ و همکاران، ۲۰۱۶؛ کیسی و رایت، ۱۹۹۶).

الینگ و مارک (۲۰۱۴) با در نظر گرفتن بیمه‌گذاران دو بازار بزرگ بیمه اروپایی (بریتانیا و آلمان) شواهد تجربی در مورد ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری ارائه کردند. آن‌ها دریافتند که سطوح بالاتر پرداخت، افزایش نظارت و سهامداران عمده بیشتر با ریسک‌پذیری کمتر مرتبط است. هنگامی که مدیران ارشد اجرایی (مدیرعامل) در جهت پذیرش ریسک‌های بیشتر، تشویق می‌شوند، ممکن است با افزایش نسبت اجزای ثابت دستمزدشان و کاهش مؤلفه متغیر، از خود در برابر ریسک محافظت کنند (اگرواول و سامویک^۲، ۱۹۹۹). کولز، دانیل و نوین^۱ (۲۰۰۶) پیشنهاد می‌کنند شرکت‌هایی که

¹ Patan

² Aggarwal & Samwick

مایل به اجرای سیاست‌های مخاطره‌آمیز هستند، ممکن است حساسیت زیاده‌تری در خصوص نوسان پذیری بازده سهامشان برگزینند تا دستمزد مدیران در مقابل نوسانات سهام افزایش یابد. آن‌ها بیان می‌کنند که حساسیت بالاتر دستمزد مدیرعامل به نوسانات بازده سهام منجر به انتخاب سرمایه‌گذاری‌های پرریسک‌تر و نوسان بالاتر سهام می‌شود. درواقع، سهامداران، مدیران عامل را تشویق می‌کنند تا تصمیمات سرمایه‌گذاری پرخطر را اتخاذ کنند، زیرا پروژه‌های مخاطره‌آمیز برای شرکت، ارزش ایجاد می‌کنند و سودهایی را برای مالکان فراهم می‌کنند. از سوی دیگر، مدیران عامل بدون بسته‌های تشویقی ریسک‌گریز هستند زیرا پاداش، شهرت، امنیت شغلی و شغل آن‌ها با شرکتی که مدیریت می‌کنند، مرتبط است و نمی‌توان آن‌ها را جدا حساب کرد؛ بنابراین، یک مدیرعامل ریسک‌گریز ترجیح می‌دهد شرکت را به روشی ایستا و پایدار اداره کند (جفری و طرابلسی^۲، ۲۰۱۳).

جیراپورن، چاجوتامارد، تانگ و کیم^۳ (۲۰۱۵) معتقدند که حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، محدودیت‌های کمتری را بر مدیران تحمیل می‌کند. این امر به مدیران در سازماندهی سیاست‌های شرکتی که نگرش ریسک‌گریزی آن‌ها را منعکس می‌کند، آزادی عمل بیشتری می‌دهد. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با حکمرانی مؤثرتر، استراتژی‌های شرکتی را ایجاد می‌کنند که به گونه قابل توجهی ریسک کمتری دارند. حکمرانی مؤثر میزان ریسک‌پذیری را به میزان قابل توجهی کاهش می‌دهد. شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) نشان می‌دهند که سهامداران عمده تمایل دارند شرکت‌ها را به سمت انتخاب پروژه‌های پرریسک و با بازده هدایت کنند. جان، لیتوف و یونگ^۴ (۲۰۰۸) و لاون و لوین (۲۰۰۹) نیز به گونه تجربی مستند می‌کنند که حاکمیت شرکتی بر ریسک‌پذیری تأثیر می‌گذارد. هیئت‌مدیره‌ای با تعداد بیشتر اعضای مستقل و جلسات بیشتر ممکن است بر مدیران خود نظارت دقیق‌تری داشته باشد. نظارت دقیق‌تر، اختیارات اجرایی را محدود می‌کند و احتمال ریسک‌پذیری بیش‌ازحد را کاهش می‌دهد و این ممکن است در نهایت منجر به یک رابطه منفی بین نظارت و ریسک‌پذیری شود.

حتی اگر اندازه هیئت‌مدیره بهینه، برای شرکت‌ها وجود ندارد، به نظر می‌رسد اندازه هیئت‌مدیره بر ارزش سازمان شرکت نیز تأثیر می‌گذارد (اوجیدا^۵، ۲۰۱۱؛ کولز، دانیل و ناواین^۶، ۲۰۰۸)، انتخاب‌های خط‌مشی شرکت و رفتار ریسک‌پذیر آن (اوجیدا، ۲۰۱۱؛ کولز، دانیل و ناواین، ۲۰۰۸؛ وانگ^۷، ۲۰۱۲). سهامداران صاحب سهام بالای شرکت، تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات مالی شرکت دارند. آن‌ها می‌توانند ماهیت ریسک‌پذیری شرکت را شکل دهند که ممکن است بر توانایی آن برای رقابت و در نهایت بقای شرکت تأثیر بگذارد (پالگرووی^۸، ۲۰۱۰؛ رایت و همکاران، ۱۹۹۶). مالکیت داخلی عمدتاً ابزار مؤثری برای همسویی منافع مدیران و سهامداران است. نتایج ناکانو و نگوین^۸ (۲۰۱۲) نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با هیئت‌مدیره

¹ Coles, Daniel and Naveen

² Jafri & Trabelsi

³ Jiraporn, Chatjuthamard, Tong and Kim

⁴ John, Litov and Yeung

⁵ Uchida

⁶ Coles, Daniel & Naveen

⁷ Paligorova

⁸ Nakano and Nguyen

بزرگ‌تر، نوسان عملکرد کمتر و همچنین ریسک ورشکستگی پایین‌تری دارند. باید به خاطر داشت که تنوع مقطعی ریسک‌پذیری کمی در بین شرکت‌های ژاپنی نقش دارد. افزون بر این، آن‌ها نشان می‌دهند که زمانی که شرکت‌ها فرصت‌های سرمایه‌گذاری فراوانی را حفظ می‌کنند تأثیر اندازه هیئت‌مدیره، کمتر است، اما زمانی که شرکت‌ها گزینه‌های رشد کمتری را ارائه می‌کنند، بسیار قوی‌تر است. پژوهشگران گزارش دادند که تأثیر منفی یک هیئت‌مدیره بزرگ برای شرکت‌های با رشد بالا ضعیف‌تر اما برای شرکت‌های با رشد پایین، شدیدتر است. دلیل آن است که وقتی یک شرکت تعداد زیادی پروژه را نگهداری می‌کند، این پروژه‌ها می‌توانند به زیرگروه‌های کوچک‌تری از مدیران اختصاص یافته و ارزیابی شوند. از این رو، هر یک از این زیرگروه‌ها تعداد پروژه‌های کامل، اما کوچک‌تر، هیئت‌مدیره یک شرکت با پروژه‌های کمتر را به گونه مؤثر ارزیابی می‌کنند. درواقع، نسبت بیشتری از پروژه‌های پرخطر از فرآیند غربالگری جان سالم به درمی‌برند (نانکون نوین، ۲۰۱۲). هوانگ و وانگ^۱ (۲۰۱۴) همچنین نشان دادند که هیئت‌مدیره‌های کوچک‌تر با انتخاب‌های خط‌مشی شرکت پرخطرتر و در نتیجه ریسک بیشتر برای شرکت همراه است. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های چینی با مالکیت متمرکز کمتر احتمال دارد در سرمایه‌گذاری‌های پژوهش‌های و توسعه‌ای نسبتاً پرخطر سرمایه‌گذاری کنند.

این یافته‌ها همچنین نشان می‌دهد که شرکت‌های چینی با هیئت‌مدیره‌های کوچک‌تر بیشتر علاقه‌مند به تصویب سیاست‌های پرخطر با در نظر گرفتن منافع سهامداران هستند. گارسیا-مارکو و روبلز-فرناندز (۲۰۰۸) بررسی کردند که آیا تفاوت در رفتار ریسک به ساختارهای مالکیت متفاوت یا ساختارهای دیگر مانند اندازه واحد تجاری مرتبط است یا خیر. آن‌ها دریافتند که بانک‌های تجاری اسپانیا نسبت به بانک‌های پس‌انداز اسپانیایی تمایل بیشتری به ریسک دارند. آن‌ها همچنین گزارش دادند که اندازه شرکت با توضیح میزان ریسک‌پذیری مرتبط است. به‌طور کلی، به نظر می‌رسد مؤسسات کوچک‌تر ریسک کمتری را متحمل می‌شوند.

مطالعات دیگر (امیحد، لاو و ترولوس^۲، ۱۹۹۰؛ بوقوس، سولوین و سوشکا^۳، ۲۰۱۲) همچنین نشان داد که دارایی‌های بزرگ سهام توسط افراد داخلی با در نظر گرفتن سرمایه‌های مالی و انسانی غیرمتنوع خودی‌ها می‌تواند منجر به اجتناب از ریسک در رابطه با استراتژی‌های تجاری و سرمایه‌گذاری‌ها شود. با افزایش سهام مالکیت، مالکان انگیزه‌های بیشتری برای افزایش سود شرکت با انتخاب پروژه‌های ریسک‌پذیر حفظ می‌کنند. تمرکز بیشتر ثروت خود بر روی یک شرکت واحد ممکن است سهامداران عمده را مجبور کند تا کسب و کار خود را از وضعیت نامطلوب‌تری نسبت به زمانی که پرتفوی شرکت‌ها را متنوع می‌کردند، هدایت کنند (پالیگورووا، ۲۰۱۰).

تأثیر واقعی ساختار مالکیت بر ریسک‌پذیری کمتر، ثابت نشده است و به مبادله بهینه بین هزینه‌ها و منافع مالکیت بزرگ بستگی دارد (پالیگورووا، ۲۰۱۰). نوع سهامداران نیز نقش مهمی در حوزه ریسک‌پذیری شرکت ایفا می‌کند (اندرسون،

¹ Huang and Wang

² Amihud, Lev & Travlos

³ Bauguess, Slovin & Sushka

مانسی و ریب^۱، ۲۰۰۳). به عنوان مثال، پژوهش سائتو^۲ (۲۰۰۸) نشان می دهد که همسویی بیشتر منافع برای شرکت های خانوادگی بر ریسک پذیری تأثیر می گذارد. پالیگورووا (۲۰۱۰) گزارش می دهد که شرکت های خانوادگی با افزایش سهام کنترلی آنها، پروژه های پرخطر را انتخاب نمی کنند. آنها همچنین به میزان بسیار کمتری در گروه ها شرکت می کنند و این ارزیابی تأثیر ساختار مالکیت بر ریسک پذیری در گروه های تحت کنترل خانواده را غیرممکن می کند. نتایج نشان می دهد که آنها از ریسک پذیری خارج از گروه اجتناب می کنند؛ بنابراین، شرکت های خانوادگی ممکن است به دلیل هدفشان از انتقال شرکت ها به نسل بعدی، از ریسک کردن، اجتناب کنند (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۳). نتایج پژوهش انجام شده توسط نگوین (۲۰۱۱) همچنین یک منطق اقتصادی برای عملکرد بالاتر (و پایین تر) شرکت های تحت کنترل خانواده (به ترتیب شرکت های تحت کنترل بانک) ارائه می دهد. نتایج عملکرد بالاتر شرکت های دارای مالکیت متمرکز را با ارتباط ساختارهای حاکمیتی آنها با ریسک پذیری توضیح می دهد. در نهایت، این مطالعه نشان می دهد که تأثیر ساختارهای حاکمیتی بر ریسک پذیری پس از کنترل برای جلوگیری از درون زایی قوی تر است. پژوهش جان و همکاران (۲۰۰۸) همچنین نشان می دهد که حمایت برتر از سرمایه گذار منجر به سرمایه گذاری های پر ریسک تر و ارزش افزوده می شود و انتظار می رود حمایت از سرمایه گذار قوی به طور مستقیم با ریسک پذیری مرتبط باشد (پالیگورووا، ۲۰۱۰). گالایی و ماسولیس (۱۹۷۶) خاطر نشان می کنند که سهامداران با مسئولیت محدود تمایل دارند برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت در قبال هزینه دارندگان اوراق قرضه، انگیزه ای برای پذیرش ریسک بیش از حد نشان دهند. شواهد ارائه شده توسط چن و همکاران (۲۰۰۱) نشان داد که سطح ریسک یک شرکت بیمه عمر به سطح مالکیت مدیریتی آن بستگی دارد. به ویژه، با افزایش سطح مالکیت مدیریتی، سطح ریسک نیز افزایش می یابد؛ بنابراین، این مطلب از یک فرضیه انتقال ثروت بر فرضیه ریسک گریزی پشتیبانی می کند.

فیلاتوچف و همکاران (۲۰۰۶) معتقدند که مسائل حاکمیت شرکتی فراتر از چشم اندازهای اقتصادی و مالی است. این ابعاد استراتژی و دانش و همچنین مسائل زمینه ای را در بر می گیرد (فلاتویچ و همکاران، ۲۰۰۶). آنها نشان می دهند که پارامترهای حاکمیت شرکتی با آستانه های استراتژیک در سیکل عمر شرکت مرتبط هستند و انتقال موفقیت آمیز به یک آستانه با مطالعه ساختار حاکمیت شرکتی در هر مرحله از سیکل عمر محصول همراه است. اگرچه مطالعات قبلی میزان دانش را در این حوزه افزایش داده است، اما تأثیر حاکمیت شرکتی هنوز به طور کامل مورد مطالعه قرار نگرفته است و توجه کمتری به تأثیر حاکمیت شرکتی و ارتباط آن با هر یک از عناصر سیکل عمر محصول شده است (فلاتویچ و همکاران ۲۰۰۶؛ اوکانر و بایرن، ۲۰۱۵). ادبیات حاکمیت شرکتی در حوزه حاکمیت به ارزش، رابطه علی بین حاکمیت شرکتی و ارزش و ریسک شرکت را نشان داده است.

باین حال، هیچ مدرکی دال بر وجود رابطه علی بین هر مرحله از سیکل عمر محصول شرکت و حاکمیت شرکتی وجود ندارد؛ بنابراین، در این مطالعه از حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر تعدیل کننده برای بررسی تأثیر بالقوه آن بر رابطه بین سیکل

¹ Anderson, Mansi & Reeb

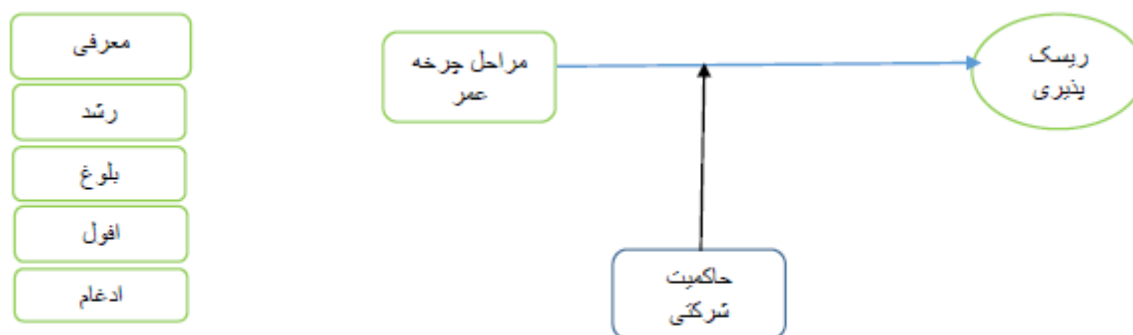
² Saito

عمر محصول شرکت و رفتار ریسک‌پذیری آن استفاده شد. از این‌رو، این مقاله پژوهش‌های قبلی را گسترش می‌دهد و استدلال می‌کند که تغییرات در هر یک از مراحل تمایل به حفظ تأثیر بر ریسک‌پذیری شرکت دارد. این رابطه به ساختار حاکمیت شرکتی بستگی دارد و بنابراین ساختار نقش مهمی ایفا می‌کند. این در مورد ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری در مراحل مختلف سیکل عمر محصول شرکت شواهد تجربی ارائه می‌دهد. از این‌رو، فرضیه زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی رابطه بین مرحله سیکل عمر محصول یک شرکت و رفتار ریسک‌پذیر آن را تعدیل می‌کند.

روش پژوهش

هدف این مطالعه بررسی نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سیکل عمر محصول یک شرکت و ریسک‌پذیری آن در بورس اوراق بهادار تهران است. از این‌رو، این یک پژوهش کاربردی است که در آن طرح پژوهشی تنها بر اساس یک طرح یک‌باره است (اسمیت، ۲۰۱۵). شکل ۱ چارچوب مفهومی مطالعه را نشان می‌دهد.



شکل (۱) مدل مفهومی پژوهش

جامعه، نمونه‌گیری و جمع‌آوری اطلاعات

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. این شرکت‌ها به این دلیل اینکه تنها بازاری هستند که شرکت‌های بزرگ‌تر و تأسیس شده در ایران را فهرست می‌کنند، انتخاب شدند. این همچنین بزرگ‌ترین بازار بورس ایران و عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها است و نیز بازار پایه‌گذار بازار بورس‌های یورو-آسیایی و به‌عنوان یک بازار نوظهور شناسایی شده است (نمازی و خانسالار، ۱۳۹۰). اگرچه در سال‌های اخیر، قانون خصوصی‌سازی باعث شده است که شرکت‌های بورس اوراق بهادار از مالکیت خصوصی عبور کنند، اکثر شرکت‌ها همچنان تحت کنترل مالکیت عمومی و نهادی شرکت‌ها هستند. در این مطالعه، نمونه اولیه شامل ۴۰۱ شرکت (۳۶۰۹ شرکت - سال) در یک دوره نمونه نه‌ساله از ۲۰۰۶-۲۰۱۴ بود؛ اما در پیگیری هدف این پژوهش، بنگاه‌های دولتی، مالی و املاک و مستغلات به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت آن‌ها از نمونه حذف شدند. افزون بر این، شرکت‌هایی که دوره مالی خود را در طول پژوهش تغییر داده‌اند و آن‌هایی که داده‌های کافی برای تخمین سایر متغیرهای کنترلی در مدل‌های رگرسیون پایه ما نداشتند، از

مقایسه و کامل کردن داده‌ها حذف شدند و در نهایت ۱۲۸ شرکت (۱۱۵۲ مشاهده) انتخاب شدند. جدول ۱ نحوه انتخاب نمونه را نشان می‌دهد و داده‌ها از دو پایگاه www.codal.ir و www.rdis.ir به دست آمده است. گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ در سایت www.rdis.ir و گزارش‌های سالانه شرکت‌ها از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳ در سایت www.codal.ir قابل دسترسی است. همه این‌ها گزارش‌های سالانه حسابرسی هستند. اطلاعات اعمال شده از گزارش‌ها عناصری از صورت جریان وجوه نقد، دارایی‌ها، حقوق صاحبان سهام، بدهی‌ها و درآمد خالص است که برای محاسبه متغیرهای این مطالعه ضروری است.

جدول (۱) انتخاب نمونه

۴۰۱ کل شرکت‌های موجود در سال ۲۰۱۴
(۲۷۱) بخش‌های دولتی، مالی و املاک و مستغلات شرکت‌ها و شرکت‌هایی که سال مالی خود را در طول دوره پژوهش تغییر دادند
(۲) شرکت‌هایی که اطلاعاتشان موجود نیست.
۱۲۸ کل

اندازه‌گیری متغیرها

در این پژوهش ریسک‌پذیری شرکت به عنوان متغیر وابسته تعیین شد. به دنبال راجگوپال و شولین^۱ (۲۰۰۲) و ایمهوف و سیوی^۲ (۲۰۱۴)، ریسک یک شرکت با استفاده از انحراف استاندارد جریان‌های نقدی عملیاتی برای دوره سه ساله $t-1, t$ و $t+1$ (بر اساس کل دارایی کاهش یافته) اندازه‌گیری شده است. هر چه واریانس جریان‌های نقدی عملیاتی بیشتر باشد، عدم اطمینان در جریان‌های نقدی مورد انتظار مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های قبلی و ریسک شرکت بیشتر است.

متغیر مستقل این پژوهش، سیکل عمر شرکت است که شامل مراحل مختلفی از جمله معرفی، رشد، بلوغ، زوال و ادغام است. ارزیابی مراحل سیکل عمر در یک شرکت به دلیل همپوشانی و مراحل متمایز سیکل عمر یک محصول سخت است (دیکینسون^۳، ۲۰۱۱). برای غلبه بر این مشکل برآورد، ما از روش‌های دیکینسون (۲۰۱۱) پیروی کردیم تا با ترکیب تئوری تولید، سرمایه‌گذاری، یادگیری و تجربه و تئوری سهم بازار، جایگزین‌هایی را برای مرحله سیکل عمر شرکت‌ها ایجاد کنیم. ما همچنین بر اساس رفتار پیش‌بینی شده سه متغیر مهم: عملیات، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی جریان‌های نقدی شرکت در سراسر سیکل عمر شرکت، یک مدل جایگزین نقدی مختصر ایجاد و اعتبارسنجی کردیم. درواقع، این مطالعه الگوهای جریان نقدی در حسابداری را به عنوان نماینده‌ای برای شناسایی سیکل عمر شرکت جایگزین و اعتبارسنجی کرده است از این رو، با پیروی از روش شناسی دیکینسون (۲۰۱۱)، سویری، هسو و وایات^۴ (۲۰۱۱) و حسن، حسین و حبیب (۲۰۱۵)،

¹ Rajgopal & Shevlin

² Imhof & Seavey

³ Dickinson

⁴ Suberi, Hsu & Wyatt

ریسک جریان های نقدی شرکت از عملیات (CFO)، سرمایه گذاری (CFI) و تأمین مالی (CFF) برای گروه بندی شرکت ها در مراحل مختلف سیکل عمرشان استفاده شد. روش شناسی به شرح زیر بود:

اگر $CFO < 0$ ، $CFI < 0$ و $CFF > 0$ باشد، شرکت در مرحله معرفی است.

اگر $CFO > 0$ ، $CFI < 0$ و $CFF > 0$ باشد، شرکت در مرحله رشد است.

اگر $CFO > 0$ ، $CFI < 0$ و $CFF < 0$ باشد، شرکت در مرحله بلوغ است.

اگر $CFO < 0$ ، $CFI > 0$ و $CFF \leq 0$ یا $CFF \leq 0$ باشد، شرکت در مرحله افول است.

و سال های ثابت باقیمانده در مرحله ادغام طبقه بندی می شوند.

پژوهش لیونات و زاروین (۱۹۹۰) نشان داد که تجزیه جریان های نقدی به فعالیت های عملیاتی، سرمایه گذاری و تأمین مالی، به طور متفاوتی بر بازده سهام تأثیر می گذارد (همچنین به پژوهش خانسالار و نمازی، ۱۳۹۶ مراجعه کنید)؛ بنابراین، جریان های نقدی تفاوت های موجود در سودآوری، رشد و ریسک شرکت را نشان می دهد. ترکیبی از سه نوع جریان نقدی در تئوری سیکل عمر نگاشته شده است تا طبقه بندی سیکل عمر به دست آید و در سراسر مطالعه استفاده می شود.

در این پژوهش، جریان نقدی بر اساس معادله ارائه شده در جدول ۲ محاسبه شد.

متغیر تعدیل کننده حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر تعدیل کننده در این پژوهش استفاده شد. متغیر تعدیل کننده به متغیر کمی یا کیفی اشاره دارد که بر شدت و یا جهت رابطه بین متغیرهای معیار و متغیرهای پیش بینی کننده تأثیر می گذارد (بارون و کنی^۱، ۱۹۸۶؛ نمازی و نمازی، ۱۳۹۶). حاکمیت شرکتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده برای تعیین تأثیر حاکمیت در هر سیکل عمر محصول شرکت و شناسایی شدت و جهت رابطه بین سیکل عمر محصول شرکت و ریسک آن استفاده شد.

حاکمیت شرکتی شامل چندین ویژگی است و این ویژگی ها به طور جداگانه با یک تحلیل جزئی قابل بررسی است.

جدول ۲. جزئیات جریان نقدی

سود قبل از بهره و مالیات + استهلاک - مالیات = جریان نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی
تملك و واگذاری سرمایه گذاری های بلندمدت شرکت از قبیل اموال، ماشین آلات و تجهیزات، سرمایه گذاری در شرکت های تابعه و وابسته و غیره. = جریان نقدی ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری
مقدار وجه نقد دریافتی از انتشار سهام یا بدهی - وجه نقد پرداخت شده به عنوان سود سهام و تحصیل مجدد بدهی یا سهام
= جریان نقدی ناشی از فعالیت های مالی

به منظور سنجش حاکمیت شرکتی، شاخص های مختلفی در کشورهای دیگر معرفی شده است. به عنوان مثال، گومپرز، ایشی و متریک^۲ (۲۰۰۳)، با تمرکز بر نقش بیرونی حاکمیت شرکتی، یک شاخص خلاصه برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی معرفی کردند که به عنوان شاخص G، بر اساس ۲۴ مفاد مربوطه شرکت شناخته می شود. براون و کاپلور (۲۰۰۶) یک نمره

¹ Baron & Kenny

² Gompers, Ishii and Metrick

دولتی را با توجه به ۵۱ معیار داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی برای هر شرکت معرفی کردند. براون و کایلور (۲۰۰۶) و جیانگ، لی و آناندراجان (۲۰۰۸)، در میان دیگران، مزایای مختلفی را برای استفاده از شاخص های چندبعدی ارائه می کنند که معیارهای داخلی و خارجی خاص شرکت را در برمی گیرد. آن ها اشاره می کنند که شاخص های چندبعدی در حوزه حاکمیت اندازه گیری گسترده تر هستند. شرکت های بیشتری را پوشش می دهند و برای استفاده از معیار چندبعدی حاکمیت شرکتی، پویاتر هستند و تغییرات اخیر در محیط حاکمیت شرکتی را منعکس می کنند.

اما در ایران، نمایه سازی حاکمیت شرکتی اخیراً پیشرفت کرده است. سازمان بورس و اوراق بهادار شروع به طراحی شاخص حاکمیت شرکتی برای شرکت های خود در سال ۲۰۱۴ کرد. پژوهش های حسابداری در این حوزه (مهرانی و صفرزاده، ۱۳۸۹؛ نمازی و همکاران، ۱۳۹۲) نیز چند مورد است. با این وجود، با در نظر گرفتن ادبیات شاخص های حاکمیت شرکتی، به این نتیجه رسیدیم که در این مطالعه، یک شاخص چندگانه ترکیبی مورد نیاز است که با محیط ایران و همچنین بازتاب ویژگی های سیکل عمر محصول شرکت سازگار باشد. از این رو، مقررات داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی در پنج بعد مورد توجه قرار گرفت: ۱) ویژگی های هیئت مدیره، ۲) مکانیزم حسابداری و حاکمیت شرکتی، به عنوان ابعاد داخلی، ۳) وظایف حسابرسی، ۴) افشای عمومی و اطلاعات، جذب و ۵) امور بیرونی به عنوان ابعاد بیرونی. سپس، اقدامات ۱۸ ماده ای نشان داده شده در جدول ۲ که توسط مهرانی و صفرزاده (۱۳۸۹) اتخاذ شده، اجرا شد، زیرا این اقدامات پس از بررسی گسترده ادبیات داخلی و خارجی شناسایی شدند. آن ها همچنین عوامل متعددی را در زمینه تأمین داخلی و خارجی در مورد حاکمیت شرکتی در برمی گیرند. آن ها از میان عوامل بسیاری انتخاب و توسط گروهی از کارشناسان متخصص (حسابداران خبره، مدیران شرکت ها، استادان دانشگاه برای دانشجویان حسابداری و مالی و دکتر، کارشناسان بازار سرمایه و مدیران عامل شرکت های بورس اوراق بهادار تهران) نهایی شدند.

به منظور عملیاتی کردن فهرست چندبعدی ۱۸ موردی منتخب، پس از براون و کایلور (۲۰۰۶) و کرمرز و نایر (۲۰۰۵). «روش کدگذاری و انباشته سازی» اجرا شد. از این رو، بسته به تعریف عملیاتی ارائه شده در جدول ۳، هر یک از ۱۸ عامل، ۱ یا ۰ را کدگذاری گردید. متغیرهای مصنوعی یک شرکت را برای تعیین معیارهای حاکمیت شرکتی هر شرکت بین ۰ و ۱ جمع شد؛ بنابراین، حداکثر امتیاز کل حاکمیت شرکتی یک شرکت می تواند ۱۸ باشد. در این مطالعه، امتیازها اضافه شدند و بعداً برای همگن سازی با سایر متغیرها، ۱۸ پیش فرض شدند. ارزش های بالاتر حاکی از حاکمیت شرکتی برتر است. جدول ۳ این جزئیات را نشان می دهد.

متغیرهای کنترلی در این پژوهش، دو متغیر کنترلی زیر نیز به دلیل اهمیت آن ها در رابطه بین سیکل عمر شرکت و خطرات آن اتخاذ شد: بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام. $ROE = \text{درآمد خالص} / \text{حقوق صاحبان سهام}$

در مراحل مختلف سیکل عمر یک شرکت، ممکن است سطح بالاتری از دارایی‌های ریسک‌پذیر با سود بالاتر، به‌ویژه در زمان‌های مساعد، همراه باشد. سطوح بالاتری از سود ممکن است برای جستجوی وام‌ها و سرمایه‌گذاری‌های جدید در دوره بعدی هزینه شود. در مقابل، ریسک‌های بیش از حد بالا ممکن است منجر به مشکلاتی در رابطه با وام‌ها و سودآوری پایین‌تر شود که در نهایت به ریسک‌های کم‌تر در دوره بعدی منجر خواهد شد (دلپس و کورتاس^۱، ۲۰۱۱).

بدهی به سهام = کل بدهی / کل حقوق صاحبان سهام.

در مراحل مختلف، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام به‌عنوان جزئی از اندازه‌گیری اهرم باقی می‌ماند. با این حال، از آنجایی که این یکی از متداول‌ترین معیارهای ریسک مالی است، به‌تنهایی شامل همه خواهد شد. مدیران انگیزه سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پر ریسک‌تر و اجرای سیاست‌های بدهی تهاجمی‌تر دارند. (کلوزه و همکاران^۲، ۲۰۰۶).

مدل‌ها

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون زیر استفاده شد:

$$RT = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Introduction} + \alpha_2 \text{Growth} + \alpha_3 \text{Mature} + \alpha_4 \text{Shakeout} + \alpha_5 \text{Decline} + \alpha_6 \text{ROE} + \alpha_7 \text{DE} + \varepsilon \quad (1)$$

$$RT = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CG} + \alpha_2 \text{Introduction} + \alpha_3 \text{Growth} + \alpha_4 \text{Maturity} + \alpha_5 \text{Shakeout} + \alpha_6 \text{Decline} + \alpha_7 \text{CG} * \text{Introduction} + \alpha_8 \text{CG} * \text{Growth} + \alpha_9 \text{CG} * \text{Maturity} + \alpha_{10} \text{CG} * \text{Shakeout} + \alpha_{11} \text{CG} * \text{Decline} + \alpha_{12} \text{ROE} + \alpha_{13} \text{DE} + \varepsilon \quad (2)$$

جایی که

RT: ریسک‌پذیری، مقدمه، رشد، بلوغ، ادغام، نزول: اجزای سیکل حیات شرکت،

CG: حاکمیت شرکتی.

یافته‌ها

آمار توصیفی

جدول ۳ نشان می‌دهد که میانگین (میانگین) ریسک‌پذیری و حاکمیت شرکتی به ترتیب ۰,۰۷۳ (۰,۰۵۲) و ۰,۳۷۶ (۰,۴) است. همان‌طور که جدول ۳ نشان می‌دهد، میانگین امتیاز هر مرحله از شرکت متفاوت است. اکثر شرکت‌ها در مرحله رشد (با میانگین ۰,۴) و پایین‌ترین شرکت‌ها در مرحله افول (با میانگین ۰,۱۰۵) قرار دارند. نتایج متغیر ریسک‌پذیری نشان می‌دهد که شرکت‌های منتخب ریسک زیادی نمی‌کنند. افزون بر این، میانگین حاکمیت شرکتی پایین است (۰,۳۷۶)، به این معنی

¹ Delis & Kouretas

² Close et al.

که این شرکت ها استاندارد بالایی از حاکمیت شرکتی را حفظ نمی کنند. با توجه به پراکندگی متغیرها، جدول ۳ نیز نشان می دهد که ریسک پذیری از ۰ تا ۱,۵۲ با انحراف استاندارد ۰,۹۹ متغیر است. حاکمیت شرکتی از ۰,۱۱ تا ۰,۶۱ با انحراف استاندارد ۰,۹۹ متغیر است. اطلاعات ریسک هر یک از مراحل سیکل عمر محصول نیز در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. چک لیست شاخص های حاکمیت شرکتی

تعریف عملیاتی	مورد	شماره	a. مقررات داخلی
اگر نسبت یک شرکت خاص (نسبت مدیران غیرموظف مستقل به تعداد کل مدیران) بیشتر از نسبت میانگین کل شرکت ها باشد، مقدار ۱ تخصیص داده می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	استفاده از اعضای غیرموظف در هیئت مدیره	۱	۱. ویژگی های هیئت مدیره
اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره نیز باشد، مقدار ۱ تعیین می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	تفکیک نقش مدیران عامل و رئیس هیئت مدیره	۲	
برای تغییر قوه مجریه در دو سال قبل ۱ تعیین می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	ثبات مدیران عامل	۳	
اگر درصد سهام شناور آزاد شرکت بیشتر از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت باشد، ۱ تعلق می گیرد. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	تمرکز مالکیت	۴	
اگر شرکت دارای واحد حسابرسی داخلی باشد، ۱ اختصاص داده می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	حضور واحد حسابرسی داخلی	۵	۲. مکانیسم های حسابداری و حاکمیت شرکتی
اگر معاملات اشخاص مرتبط با یک شرکت کمتر از میانگین کل شرکت ها باشد، ۱ تخصیص می یابد. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	معاملات اشخاص مرتبط	۶	
برای عدم وجود تعدیلات سالانه ۱ اختصاص داده شده است. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	تعدیل سالانه صورت های مالی	۷	

تعریف عملیاتی	مورد	شماره	a. مقررات داخلی
برای چرخش در دو سال قبل، ۱ اختصاص داده می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	چرخش شرکای حسابرسی	۸	B. مقررات خارجی ۱. وظایف حسابرسان
در صورتی که درآمد حسابرسی از میانگین اعضای جامعه حسابداران رسمی مؤسسات حسابرسی ایران بیشتر باشد، ۱ تعیین می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	اندازه حسابرسی	۹	
اگر حسابرسان متخصص باشد، ۱ تعیین می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	تخصص حسابرسان در صنعت	۱۰	
برای نظر غیر مجاز، ۱ اختصاص داده می شود. در غیر این صورت ۰.	عقیده حسابرسان	۱۱	
برای حضور یک وبسایت، ۱ اختصاص داده شده است. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	وجود یک وبسایت	۱۲	۲. افشای عمومی و یکسان سازی اطلاعات
اگر امتیاز به روزرسانی ها بیشتر از ۵۰ باشد، مقدار ۱ تخصیص داده می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	زمان ارائه اطلاعات	۱۳	
برای استفاده از کارشناس برای شرکت، ۱ اختصاص داده می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	استفاده از حسابرسان مالی خبره	۱۴	متغیرهای خارجی
برای استفاده از خدمات مشاوره، ۱ اختصاص داده شده است. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	استفاده از سرویس مشاوران متخصص	۱۵	
در صورت حفظ حق سهامداران شرکت، ۱ واگذار می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	وجود حق کنترل سهامداران	۱۶	
اگر مالکیت عمومی شرکت بیشتر از میانگین کل شرکت ها باشد، ۱ تخصیص داده می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	انواع مالکیت: سهامداران دولتی یا دولتی	۱۷	
به دلیل عدم وجود دعوای حقوقی علیه شرکت در سه سال قبل، ۱ تعیین می شود. در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می شود.	وجود پرونده حقوقی علیه شرکت	۱۸	

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد
ریسک پذیری	۰,۰۷۳	۰,۰۵۲	۱,۱۵۲	۰	۰,۰۹۹
حاکمیت شرکتی	۰,۳۷۶	۰,۴	۰,۶۱	۰,۱۱	۰,۰۹۹
ظهور	۰,۲۲۷	۰	۱	۰	۰,۴۱۹
رشد	۰,۴	۰	۱	۰	۰,۴۷۴
بلوغ	۰,۳۴۱	۰	۱	۰	۰,۴۷۴
نزول	۰,۱۰۵	۰	۱	۰	۰,۳۰۷
ادغام	۰,۱۶۹	۰	۱	۰	۰,۳۷۵

تعداد شرکت های منتخب برای هر سال از دوره مورد مطالعه (۱۳۸۵-۱۳۹۳) ۱۲۸ شرکت بوده که معادل ۱۱ درصد کل شرکت ها هست.

آمار استنباطی

به منظور بررسی رابطه بین مراحل سیکل عمر شرکت ها و ریسک پذیری آن، از تحلیل همبستگی اسپیرمن استفاده و $\alpha = 5\%$ برای آزمون سطح معناداری انتخاب شد. جدول ۴ نتیجه همبستگی بین متغیرها را نشان می دهد. همان طور که در جدول ۴ نشان داده شده است، ریسک پذیری تنها با (G) رشد و به طور مثبت و معنادار با (S) ادغام همبستگی دارد. حاکمیت شرکتی فقط با (M) بالغ و به طور مثبت و معنادار با (S) ادغام مراحل سیکل عمر شرکت همبستگی منفی و معنادار دارد. ارتباط بین حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت نیز منفی و معنادار است.

جدول ۴. نتایج آزمون همبستگی اسپیرمن

بازده حقوق صاحبان سهام	اندازه	ادغام	نزول	بلوغ	رشد	ظهور	حاکمیت شرکتی	ریسک پذیری
۰,۶۹۶	۰,۱۹۳	۰,۰۲۵۹*	-۰,۰۶۸	۰,۰۸۱	-۰,۰۴۲*	-۰,۰۲۴	۰,۰۵۶	۱
-۰,۱۸۲	۰,۰۰۳*	۰,۰۰۶*	-۰,۰۹۵	-۰,۰۰۱	-۰,۱۹۳	-۰,۲۰۸	۱	حاکمیت شرکتی
۰,۹۹۵	۰,۹۹۸	-۰,۰۳۸۸	۰	۰,۰۱۸*	-۰,۰۳۸	۱	۱	ظهور
			-۱۸۲					
۰,۹۷۲	-۰,۳۷۴	-۰,۰۰۳*	۰,۱۸۳	-۰,۰۷۹	۱			رشد
-۰,۰۸۳	۰,۰۰۱*	۰	۰,۰۰۴*	۱				بلوغ
۰,۱۳۳	-۰,۱۸	-۰,۰۴۳*	۱					نزول
۰,۰۲۱*	۰,۰۹۶	۱						ادغام
۰,۰۰۱*	۱							اندازه
۱								حقوق صاحبان سهام

همبستگی اسپیرمن بین ریسک پذیری شرکت و حاکمیت شرکتی آن، مقدار شرکت های بالغ، شرکت های متزلزل و اندازه شرکت ها مثبت است. باین حال، یک رابطه معنادار فقط بین شرکت های ریسک پذیر، بالغ و شرکت های متزلزل وجود دارد. تنها همبستگی مثبت بین حاکمیت شرکتی و سایر متغیرها مربوط به مرحله افول شرکت ها است. از سوی دیگر، رابطه مهم دیگری بین حاکمیت شرکتی، شرکت های بالغ، شرکت های متزلزل و اندازه شرکت ها وجود دارد.

جدول ۵. نتایج آزمون ریشه واحد

متغیرها	آماره	p-value مقدار
ریسک پذیری	-۲۰,۶۴۹	۰,۰۰
ظهور	-۴,۸۱۳	۰,۰۰
رشد	-۸,۳۵۱	۰,۰۰
بلوغ	۵,۲۰۶	۰,۰۰

متغیرها	آماره	p-value مقدار
نزول	۲,۰۹۷	۰,۰۰
ادغام	۲,۰۵۷	۰,۰۰
حاکمیت شرکتی	۹,۳۰۵	۰,۰۰
حقوق صاحبان سهام	۸,۲۲۲	۰,۰۰
وام به سرمایه	۹,۵۱۲	۰,۰۰

آزمایش اثر سیکل عمر محصول و ریسک اگرچه رابطه آماری معنی داری بین مراحل معرفی، بلوغ و افول و ریسک پذیری شرکت ها وجود ندارد، اما به دلیل اینکه اجزای سیکل عمر شرکت ها هستند، در مدل رگرسیون قرار گرفتند. ازاین رو، برای آزمون فرضیه پژوهش، تمامی مراحل سیکل حیات بررسی شد تا تأثیر هر مرحله با توجه به تئوری مدیریت سیکل حیات مشخص شود. باین حال، قبل از اجرای مدل رگرسیون، مفروضات آن بررسی شد. ابتدا جایگاه پایایی متغیرها مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (۲۰۰۲)، اگر آماره نتیجه آزمون معنی دار و کمتر از ۰,۰۵ باشد، متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل در پژوهش معتبر هستند. نتایج پایایی متغیرهای آزمون در جدول ۵ ارائه شده است. جدول ۵ نشان می دهد که برای همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل، آزمون ریشه واحد لوین و همکاران (۲۰۰۲) به طور قابل توجهی کوچک تر از ۰,۰۵ است که نشان می دهد متغیرها ثابت هستند. این بدان معناست که میانگین واریانس و کوواریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و بین متغیرهای مختلف ثابت است. در نتیجه شرکت های مورد بررسی تغییرات ساختاری این متغیرها را در مدل رگرسیونی تجربه نمی کنند. به منظور دستیابی به هدف پژوهش، به جای اجرای یک مدل رگرسیونی برای کل سیکل عمر محصول شرکت ها، از روش داده های تابلویی برای هر مرحله از سیکل عمر محصول شرکت، مدل پژوهش مربوطه برآورد شد. در این روش انجام آزمون های مناسب برای برآورد کارایی یک مدل رگرسیونی ضروری است. ازاین رو، ابتدا برای تصمیم گیری اینکه کدام یک از مدل های اثرات رایج، ثابت یا تصادفی باید انتخاب شود، از رگرسیون استفاده شد. سپس از آزمون F-Limer برای انتخاب بین مدل بدون اثر و اثر ثابت استفاده شد و از آزمون هاسمن در هر مرحله از سیکل عمر محصول به عمل آمد تا مشخص شود که مدل اثرات ثابت یا تصادفی انتخاب شود. جدول ۶ نتایج آزمون را نشان می دهد.

جدول ۶. نتایج آزمون های اف لیمر، هاسمن، پاکان

آزمون پاکان	آزمون هاسمن	آزمون تاثیرات ثابت	متغیرها
آماره	آماره	آماره	متغیرها
۱۰,۴۲۳۵۱	۱,۳۶۹۸۵	۰,۴۲۵۶۸	ظهور
۱۰,۵۴۱۱۷	۲,۹۳۱۷۰۷	۰,۵۳۴۵۴۶	رشد
۱۰,۳۲۵۹۴	۰,۹۶۸۸۸۵	۰,۶۲۰۲۸۴	بلوغ
۱۰,۱۲۴۶۰	۲,۰۸۶۷۶۲	۰,۶۵۲۳۱۴	نزول
۱۰,۳۹۲۰۰	۱,۰۲۵۴۴۵	۰,۵۷۹۹۰۴	ادغام

با توجه به نتایج جدول ۶، برای انجام تحلیل رگرسیون باید از روش اثرات ثابت برای تمامی مراحل سیکل عمر محصول استفاده شود. سیکل عمر شرکت ها، درحالی که ارزش حقوق صاحبان سهام تنها در مرحله معرفی به طور مثبت معنی دار است ($P=0/004$).

به منظور آزمون فرض رگرسیون خود کار فرض استقلال باقیمانده ها در دوره های مختلف تحلیل رگرسیون چندگانه، آزمون دوربین واتسون در هر مرحله از سیکل عمر محصول انجام شد، زیرا مراحل باید به مستقل در نظر گرفته شود.

جدول ۷. تحلیل رگرسیون فرضیه اول

توربین واتسون	R^2 تعدیل شده	احتمال	آماره تی	ضریب	متغیرها
۱,۶۰۵۲۷۳	۰,۲۹۳۹۹۰	۰,۰۸۸۹	۱,۷۰۲۸۱۵	۰,۰۱۲۸۶۳	ظهور
		۰,۰۰۰*	۱,۰۳۸	۰,۰۵۰۹	حقوق صاحبان سهام
		۰,۰۰۴*	۱,۷۶۲	۰,۰۷	بازده به سرمایه
۱,۶۰۴۵۴۰	۰,۲۹۲۶۷۰	۰,۳۶۹۳	-۰,۸۹۸۱۹۵	-۰,۰۰۵۶۶۸	رشد
		۰,۰۰۷۲*	۰,۳۵۲	۰,۰۰۲۷	حقوق صاحبان سهام
		۰,۷۲۴۷	۲,۰۲۲	۰,۰۰۱	بازده به سرمایه
۱۶۰۱۳۳۴	۰,۲۹۳۳۷۵	۰,۰۸۲۲	-۱,۷۳۹۸۰۴	۰,۰۱۰۹۴۹	بلوغ
		۰,۰۲۰۱*	۱,۵۹۴	۰,۰۷۲۸	حقوق صاحبان سهام
		۰,۴	۳,۴۰	۰,۰۷۳۱	بازده به سرمایه
۱,۶۱۶۷۹۵	۰,۲۹۶۵۱۳	۰,۰۰۱۵*	۳,۱۷۵۸۳۷	۰,۰۳۸۳۳۲	نزول
		۰,۰۴*	۱,۴۲۴	۰,۰۷۶۹	حقوق صاحبان سهام
		۰,۱۳۴	۱,۰۷۴	-۰,۰۵۴۲	بازده به سرمایه
۱,۶۰۶۵۴۳	۰,۲۹۲۷۶۵	۰,۵۶۷۰	-۰,۵۷۲۶۴۱	-۰,۰۰۴۸۲۵	ادغام
		۰,۰۰۱*	۲,۱۶۹	۰,۰۷۴۵	حقوق صاحبان سهام
		۰,۳۶۵۲	-۱,۳۵۹	-۰,۰۰۵۸	بازده به سرمایه

جدول ۷ آمار دوربین واتسون مدل نشان می دهد که مدل رگرسیون هیچ مشکلی ندارد. R2 مدل برای هر مرحله از سیکل عمر، شدت هر مرحله را نشان می دهد. در حالی که مقدار R2 هر پنج مرحله به یکدیگر نزدیک است، میزان شدت شرکت ها در مرحله نزول (۰/۲۹۶) نسبت به ریسک های شرکت ها، بالاترین میزان را در بین مراحل مختلف دارد. این یافته به صراحت نشان می دهد که شرکت های در مرحله افول می توانند ۲۹,۶ درصد از تغییرات ریسک های شرکت را توضیح دهند.

نتایج تحلیل رگرسیون فرضیه اول نیز نشان می دهد که تنها اثر مرحله کاهش با مقدار (۰,۰۰۱۵) معنی دار و مثبت بوده و (ضریب ۰/۰۳۸) با رفتار ریسک پذیری شرکت مرتبط است. جدول ۷ همچنین نشان می دهد که ضرایب مراحل مقدمه، رشد و بلوغ و خروج به ترتیب ۰,۰۱۲، ۰,۰۰۵، ۰,۰۰۱ و ۰,۰۰۴- است. نتایج جدول ۷ همچنین نشان می دهد که مراحل معرفی، رشد، بلوغ و خروج تأثیر معناداری بر متغیر ریسک پذیری شرکت ندارند. متغیرهای کنترل دخیل در سیکل عمر هر محصول نیز در جدول ۷ ارائه شده است.

با توجه به اطلاعات ارائه شده، حقوق صاحبان سهام^۱ در تمام مراحل پنج گانه چرخه عمر محصول شرکت ها به طور مثبت معنادار است، در حالی که ارزش حقوق صاحبان سهام تنها در مرحله ظهور مثبت است ($P=0,004$).

آزمون اثر حاکمیت شرکتی نتیجه فرضیه دوم در جدول ۸ برای وضعیتی که حاکمیت شرکتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده در رابطه بین مراحل سیکل عمر محصول شرکت و ریسک پذیری آن استفاده می شود، نشان داده شده است. این جدول نشان می دهد که حاکمیت شرکتی در طول سیکل عمر تغییر می کند. در واقع، هیچ یک از مراحل سیکل عمر شرکت زمانی که به صورت جداگانه در نظر گرفته شوند، مهم نیستند. با این حال، در سطح اطمینان ۵ درصد، زمانی که اثرات متقابل حاکمیت شرکتی در هر مرحله از سیکل عمر محصول در نظر گرفته شود، تأثیر معنادار و منفی ($P=0,0398$)، ضریب = ۰,۱۳۳۳۸۵ بر تعامل بین مرحله رشد و حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت وجود دارد. در حالی که تأثیر مثبت و معناداری ($P=0,0254$)، ضریب = ۰/۲۷۲۸۳۵ بر تعامل در مرحله افول و حاکمیت شرکتی و ریسک پذیری شرکت وجود دارد.

این بدان معناست که وقتی شرکت در مرحله رشد یا نزول است، حاکمیت شرکتی تأثیر قابل توجهی بر موقعیت شرکت می گذارد که منجر به کاهش یا افزایش ریسک پذیری شرکت می شود؛ بنابراین، اثرات تعدیل کننده حاکمیت شرکتی برجسته خواهد شد. در فرضیه اول فقط اثر مرحله افول مثبت معنادار بود. با این حال، در فرضیه دوم، اثر متقابل شرکت های مرحله رشد و نزول معنادار است. در حالی که اثر متقابل مرحله اول بر رابطه به عنوان یک عامل منفی و دومی به عنوان یک عامل مثبت تأثیر می گذارد. این بدان معناست که برای فرضیه دوم، دو مرحله از سیکل عمر محصول وجود دارد که می تواند تغییرات ریسک پذیری یک شرکت را توضیح دهد. جدول ۸ همچنین اطلاعات مربوط به متغیرهای کنترل را نشان می دهد.

¹ ROE

این نشان می‌دهد که ROE هنوز برای اثر متقابل حاکمیت شرکتی و تمام مراحل سیکل عمر محصول شرکت به طور مثبت معنادار است. با این حال، بدهی و حقوق صاحبان سهام برای اثر متقابل حاکمیت شرکتی شرکت و مرحله معرفی، تنها به طور منفی معنادار است ($P = 0/002$) از این رو، حاکمیت شرکتی در مرحله مقدمه، نشانه اثر بدهی - حقوق صاحبان سهام را تغییر داد.

جدول ۸. تحلیل رگرسیون فرضیه دوم

متغیرها	ضریب	آماره تی	احتمال	R^2 تعدیل شده	توربین واتسون
ظهور	۰,۰۱۲۴۹	۱,۶۲۵۷	۰,۱۰۴	۰,۳۱۴۵۲	۱,۵۴۲۶۸۱
ظهور*حاکمیت شرکتی	۰,۲۸۳۶	۰,۷۵۴۲۱	۰,۱۰۴۲۱		
حقوق صاحبان سهام	۰,۰۴۱	۳,۵۱	۰,۰۰۵*		
بازده به سرمایه	-۰,۰۶۷	-۲,۶	۰,۰۰۲*		
رشد	۰,۰۴۴۷	۱,۷۸۱۶	۰,۰۷۵۱	۰,۳۰۰۲۱۳	۱,۶۰۲۲۷۷
رشد*حاکمیت شرکتی	-۰,۱۳۳۳۸۵	-۲,۰۵۷۸۰۳	۰,۰۳۹۸*		
حقوق صاحبان سهام	۰,۰۷۵	۲,۳۶۷	۰,۰۴۰۱*		
بازده به سرمایه	۰,۰۵۲	۱,۶۲۵	۰,۱۰۵۷		
بلوغ	-۰,۰۰۷	-۰,۲۷۴۹	۰,۷۸۳۴	۰,۲۹۳۳۷۵	۱,۶۰۱۳۳۴
بلوغ*حاکمیت شرکتی	-۰,۰۱۰۸۷۱	۰,۱۷۰۷۹۵	۰,۸۶۴۴		
حقوق صاحبان سهام	۰,۰۳۱۸	۱,۵۱۸	۰,۰۰۰*		
بازده به سرمایه	-۰,۰۴۰۳	-۲,۸۹۶	۰,۰۶		
نزول	-۰,۰۷۲	-۱,۴۴۴۶	۰,۱۱۴۸	۰,۳۰۲۱۷۷	۱,۶۱۶۵۱۷
نزول*حاکمیت شرکتی	۰,۲۷۲۸۳۵	۲,۲۳۸۶۰۳	۰,۰۲۵۴*		
حقوق صاحبان سهام	۰,۰۱۹۲	۱,۲۹۱	۰,۰۰۱*		
بازده به سرمایه	-۰,۰۰۷	-۱,۱۴۳	۰,۲۵۳۴		
ادغام	-۰,۰۲۳۶	-۰,۷۴۹۶	۰,۴۵۳۷	۰,۲۹۲۷۶۵	۱,۶۰۶۵۴۳
حقوق صاحبان سهام	۰,۰۴۳۷	۱,۸۷۵	۰,۰۱۰۱*		
بازده به سرمایه	-۰,۱۷۳	-۲,۸۶۲	۰,۰۸۴۳		

همان‌طور که جدول ۸ نشان می‌دهد، وقتی حاکمیت شرکتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده در نظر گرفته می‌شود، قدرت مدل برای هر مرحله از سیکل عمر محصول در مقایسه با مدل قبلی استفاده شده در فرضیه اول بهبود می‌یابد. به عنوان مثال،

قدرت مرحله نزول در مدل قبلی ۰,۲۹۶۵۱۳ بود، اما زمانی که حاکمیت شرکتی در مدل اعمال می شود، قدرت به ۰,۳۰۲۱۷۷ افزایش می یابد. همین الگو با توجه به قدرت مرحله رشد مشاهده می شود که افزایش از ۰,۲۹۲۶۷۰ تا ۰,۳۰۰۲۱۳. از این رو، حاکمیت شرکتی تأثیر سیکل عمر و ریسک پذیری شرکت را به ویژه در مراحل زوال و رشد افزایش می دهد.

بحث و نتیجه گیری

هدف اصلی این مقاله شناسایی تأثیر هر مرحله از سیکل عمر محصول یک شرکت بر رفتار ریسک پذیر آن بود، به ویژه زمانی که حاکمیت شرکتی نقش تعدیل کننده را در رابطه بین این دو ایفا می کند. داده های TSE برای دوره بین سال های ۲۰۰۶ و ۲۰۱۴ جمع آوری شد. داده های تابلویی نیز مورد استفاده قرار گرفت. یافته ها حاکی از آن است که در میان مراحل مختلف سیکل عمر محصول شرکت های فهرست در TSE، صرفاً اثر مرحله نزول به طور مثبت معنادار است و سایر مراحل سیکل عمر هیچ رابطه معناداری با ریسک شرکت نشان نمی دهند. با این حال، زمانی که حاکمیت شرکتی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده به مدل اضافه شود، دو مرحله سیکل عمر قابل توجه خواهد بود: تعامل با حاکمیت شرکتی در مرحله افول و تعامل با حاکمیت شرکتی در مرحله رشد. در حالی که اولین تعامل بر ریسک پذیری شرکت تأثیر مثبت می گذارد، تعامل دوم تأثیر منفی دارد. افزون بر این، هنگامی که اثرات تعدیل کننده حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شود، قدرت مدل افزایش می یابد. ROE همچنین برای تأثیر تعامل با حاکمیت شرکتی و تمام مراحل سیکل عمر محصول شرکت به گونه مثبت معنادار است. با این حال، بدهی - حقوق صاحبان سهام تنها برای تأثیر تعامل با حاکمیت شرکتی شرکت ها و مرحله معرفی، معنادار است. این یافته ها اهمیت حاکمیت شرکتی را به عنوان یک متغیر تعدیل کننده در سیکل عمر شرکت نشان می دهد.

یکی از دلایل احتمالی، در رابطه با یافته های ما، ممکن است به ماهیت و ویژگی های مراحل رشد و افول مربوط باشد. دیکینسون (۲۰۱۱)، سوبری، هسو و وایات (۲۰۱۱) و حسن، حسین و حبیب (۲۰۱۵) معتقدند که در مرحله رشد، شرایط شرکت این است: $CFO > 0$, $CFI < 0$ و $CFF > 0$ ، در حالی که در مرحله رشد کاهش، شرکت حفظ خواهد کرد: $CFO < 0$, $CFI > 0$ و $CFF \leq 0$. در هر دوی این شرایط، حفظ مقدار بهینه وجه نقد برای هر هدف و متعادل کردن وجه نقد مورد نیاز برای عملیات، سرمایه گذاری و تأمین مالی بسیار حیاتی است زیرا سیکل عمر محصول در این مراحل در نقطه عطف قرار دارد و بنابراین بر ریسک های شرکت تأثیر می گذارد. با این حال، در مرحله رشد، اگر تعادل مجدد CFO , CFI و CFF به گونه مؤثر انجام شود، ریسک عملکرد عادی شرکت کاهش می یابد زیرا سرمایه گذاری های اضافی و خودشیفتگی مرتبط با مدیریت در مورد عملیات آتی شرکت وجود دارد. در حالی که در مرحله نزولی، ریسک اضافی با عملکرد عادی شرکت همراه خواهد بود زیرا نشانه شرایط نامطلوب قبلاً ظاهر شده است و از این رو، خطر بالقوه ورشکستگی با وضوح بیشتری ظاهر شده است.

دلیل دیگری که نشان می دهد چطور سایر مراحل سیکل عمر هیچ رابطه معنی داری با ریسک پذیری شرکت ها نشان نمی دهند، ممکن است به تعریف و فرمول ما از معیار ریسک پذیری مربوط باشد. مدل ریسک پذیری در این پژوهش تنها به

پارامترهای جریانهای نقدی مرتبط بود. طبق گفته بورن و پاین، اسکولار و وین^۱ (۲۰۱۴) جریانهای نقدی می تواند از طریق فعالیت های پذیره نویسی، انتخاب های تأمین مالی و سرمایه گذاری و حتی مدیریت ریسک ها ایجاد شود. ممکن است افشای خطرات قابل توجه در تمام مراحل سیکل عمر کافی نباشد.

شرکتی با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر با ریسک شرکتی کمتر مرتبط است. ریسک پذیری مدیریتی پیامدهای مهمی برای رشد، عملکرد و بقای شرکت خواهد داشت (برومیلی، ۱۹۹۱). نتایج این مطالعه نشان داد که ریسک پذیری در مرحله افول سیکل عمر شرکت معنادار و بالاتر است. این نتیجه با مطالعه حبیب و حسن (۲۰۱۵) مطابقت دارد. به گفته حبیب و حسن (۲۰۱۵)، هنگامی که یک شرکت وارد مرحله نزول می شود، مدیران احتمالاً ریسک بیشتری را در تلاش برای بازگشت به سودآوری متحمل می شوند زیرا کاهش فروش در این مرحله بازده منفی ایجاد می کند.

نتایج ما در مورد نقش حاکمیت شرکتی نیز با مطالعه انجام شده توسط فلاتویچ و همکاران (۲۰۰۶) مطابقت دارد که اشاره می کند حاکمیت شرکتی در واقع همراه با سیکل عمر شرکت تغییر می کند. همچنین مطابق با کار بایرن و کانر (۲۰۱۵) است که گزارش می دهند شرکت های جوان و با رشد سریع احتمالاً شیوه های حاکمیت شرکتی مطلوبی را برای جذب تأمین مالی خارجی، افزایش سودآوری، ایجاد کرده و بنابراین برای شرکت ایجاد ارزش می کنند.

یکی از دلایلی که شرکت ها احتمالاً نیازهای حاکمیتی بسیار متفاوتی در هر مقطع زمانی دارند، این است که این شرکت ها احتمالاً در مراحل مختلف سیکل عمر خود هستند. به نوبه خود، شرکت ها در مراحل مختلف سیکل عمر احتمالاً نیازهای حاکمیتی متفاوتی را تشخیص می دهند، زیرا کارکردهای ایجاد ثروت و حفاظت از حاکمیت شرکتی با بلوغ شرکت تغییر می کند.

ادبیات قبلی (آدامز، آلمیدا و فریرا ۲۰۰۵؛ ساراویا، ۲۰۱۳) همچنین نشان می دهد که شرکت های جوان و با رشد سریع احتمالاً شیوه های حاکمیت شرکتی مناسبی را برای جذب منابع مالی خارجی، افزایش سودآوری و بنابراین ایجاد ارزش برای شرکت ایجاد می کنند. یافته های ما نشان می دهد که کیفیت حاکمیت شرکتی زمانی به اوج می رسد که شرکت ها در مراحل رشد و افول هستند. این یافته مطابق با نظریه سیکل عمر شرکت است (آدامز و همکاران، ۲۰۰۵؛ ساراویا، ۲۰۱۳).

بر اساس یافته های این مطالعه، پیشنهاد می شود که مدیران، سهامداران، مسئولان و بازیگران بازار سهام و تحلیلگران امنیتی به اهمیت حاکمیت شرکتی در عملیات خود در هر مرحله از سیکل حیات شرکت توجه کنند. این توجه به ویژه برای شرکت هایی که در مراحل رشد یا افول هستند بسیار حیاتی است زیرا این موارد به گونه قابل توجهی بر سیاست ها، سرمایه گذاری ها، جریان های نقدی و سودآوری شرکت تأثیر می گذارد.

¹ Scholar, Lin and Wen

همچنین پیشنهاد می شود که مدیریت ها و سازمان های ذی ربط تلاش کنند تا «کمیت ریسک» را در درون شرکت ها ایجاد کنند و سعی کنند کیفیت اطلاعات ریسک را بهبود بخشند و اطلاعات شفاف در مورد محصولات و سیکل عمر آن ها ارائه دهند.

محققان آینده همچنین می توانند روی نوع تصمیمات سرمایه گذاری مورد نیاز در هر مرحله از سیکل حیات شرکت کار کنند. سرمایه گذاری بر رفتار ریسک پذیری شرکت و سیکل عمر آن تأثیر می گذارد. پژوهش های بیشتر در مورد رابطه مخارج سرمایه و ورشکستگی با ریسک پذیری به ویژه پیشنهاد می شود.

نتیجه این مطالعه محدود به اطلاعات به دست آمده از بازار بورس اوراق بهادار و معیارهای حاکمیت شرکتی ایران است. پیشنهاد می شود که مطالعات آتی نتایج این پژوهش را به سایر بازارهای در حال توسعه و توسعه یافته تعمیم دهد تا بررسی شود که آیا تفاوت معناداری بین بازارها و نقش حاکمیت شرکتی در این زمینه وجود دارد یا خیر.

منابع

- نمازی محمد (۱۳۶۴) «تحولات نظری قرارداد کار اصلی و عامل در حسابداری: وضعیت هنر». مجله ادبیات حسابداری ۴: ۱۱۳-۱۶۳.
- نمازی محمد (۱۳۹۲) «نقش نظریه نمایندگی در اجرای کنترل مدیریت». مجله حسابداری و مالیات ۵(۲): ۳۸.
- نمازی محمد؛ خوانسالار، آیدین (۱۳۹۰) «بررسی رفتار هموارسازی درآمد شرکت های رشد و ارزش (مطالعه موردی: بازار بورس اوراق بهادار تهران)». تحقیقات بازرگانی بین المللی ۴(۴): ۸۴.
- Adams, R.B., Almeida, H. & Ferreira, D. 2005. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies* 18(4): 1403-1432.
- Aggarwal, R.K. & Samwick, A.A. 1999. The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation. *Journal of Political Economy* 107(1): 65-105.
- Al-Hadi, A., Hasan, M.M. & Habib, A. 2015. Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: An International Review* 24(2): 145-170
- Amihud, Y., Lev, B. & Travlos, N. 1990. Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions. *Journal of Finance* 45: 603-616.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. & Reeb, D. 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68: 263-285.
- Baron, R.M. & Kenny, D.A. 1986. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51(6): 1173.
- Born, P., Payne, H., Scholar, C.H.M.E., Lin, H.A. & Wen, M.M. 2014. Cash-Flow Risk Management in the Insurance Industry: A Dynamic Factor Modeling Approach. <https://www.soa.org/Files/Research/Projects/research-2014-cash-flow-risk-manage.pdf>.
- Bromiley, P. 1991. Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management Journal* 34: 37-59.
- Brown, L.D. & Caylor, M.L. 2006. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 25: 409-434.

- Bauguess, S.W., Slovin, M.B. & Sushka, M.E. 2012. Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights. *Journal of Banking & Finance* 36(4): 1244-1253.
- Chen, C.R., Steiner, T.L. & White, A.M. 2001. Risk taking behavior and managerial ownership in the united states life insurance industry. *Applied Financial Economics* 11(2): 165-171.
- Choi, T.Y. & Liker, J.K. 1995. Bringing Japanese continuous improvement approaches to US manufacturing: The roles of process orientation and communications. *Decision Sciences* 26(5): 589-620.
- Coles J, Daniel, N. & Naveen, L. 2006. Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economic* 79:431-468.
- Coles J., Daniel, N. & Naveen, L. 2008. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87: 329-356.
- Cremers, K.J.M., Nair, V.B. 2005. Governance mechanisms and equity prices. *Journal of Finance* 60: 2859-2894.
- Cummins, J.D. & Sommer, D.W. 1996. Capital and risk in property liability insurance markets. *Journal of Banking and Finance* 20: 1069-1092.
- Delis, M.D. & Kouretas, G.P. 2011. Interest rates and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance* 35(4): 840-855.
- Dickinson, V. 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86(6): 1969-1994.
- Eling, M. & Marek, S.D. 2014. Corporate governance and risk taking: Evidence from the UK and German insurance markets. *Journal of Risk and Insurance* 81(3): 653-682.
- Eisenhardt, K.M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review* 14(1): 57-74.
- Ekanayake, S. 2004. Agency theory, national culture and management control systems. *Journal of American Academy of Business* 4(1/2): 49-54.
- Emenyi, C.A. 2013. Relationship between Agency Cost and Leverage for Companies Listed at the Nairobi Securities Exchange (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Fama, E. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- Faccio, M., M.T. Marchica & Mura, R. 2011. Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Review of Financial Studies* 24: 3601-3641.
- Filatotchev, I., Toms, S. & Wright, M. 2006. The firm's strategic dynamics and corporate governance lifecycle. *International Journal of Managerial Finance* 2: 256-279.
- Fung, B. 2014. The demand and need for transparency and disclosure in corporate governance. *Universal Journal of Management* 2(2): 72-80.
- Galai, D. & R. Masulis, W. 1976. The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics* 3: 53-81.
- García-Marco, T. & Robles-Fernández, M.D. 2008. Risk-taking behaviour and ownership in the banking industry: The Spanish evidence. *Journal of Economics and Business* 60(4): 332-354.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118(1): 107-155.

- Gort, M. & S. Klepper. 1982. Time Paths in the Diffusion of Product Innovation. *Economic Journal* 92 (367): 630-653.
- Habib, A. & Hasan, M.M. 2015. Firm life cycle, corporate risk: Taking and investor sentiment. *Accounting & Finance*. onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/acfi.12141.
- Hasan, M.M., Hossain, M. & Habib, A. 2015. Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11(1): 46-60.
- Huang, Y.S. & Wang, C.J. 2014. Corporate Governance and Risk-taking of Chinese Firms: The role of board size, *International Review of Economics and Finance*. doi: 10.1016/j.iref.2014.11.016.
- Imhof, M.J. & Seavey, S.E. 2014. Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. *Advances in Accounting* 30(2): 328-337.
- Jaafar, H. & Halim, H.A. 2016. Refining the firm life cycle classification method: A firm value perspective. *Journal of Economics, Business and Management* 4 (2): 112-119.
- Jafri, S. R. A., & Trabelsi, S. 2014. Managerial risk-taking and CEO excess compensation. Available at *ssrn.com*.
- Jensen, M.C. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review* 76(2): 323-329.
- Jensen, M.C. 1993. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48 (3): 831-80.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jiang, W., Lee, P. & Anandarajan, A. 2008. The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting* 24(2): 191-201.
- Jiraporn, P., Chatjuthamard, P., Tong, S. & Kim, Y.S. 2015. Does corporate governance influence corporate risk-taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS). *Finance Research Letters* 13: 105-112.
- John, K., Litov, L. & Yeung, B. 2008. Corporate governance and risk-taking. *Journal of Finance* 63: 1979-1728.
- Keasey, K. & Wright, M. 1993. Corporate governance: Issues and concerns, *Accounting and Business Research* 23: 301-13.
- Khansalar, A. & Namazi, M. 2017. Cash flow disaggregation and prediction of future operating cash flow. *Journal of Applied Accounting Research*. In print.
- Laeven, L. & Levine, R. 2009. Bank governance, regulation and risk taking. *Journal of Financial Economics* 93(2): 259-275.
- Lee, S., Kim, Y.K. & Kim, K. 2016. Corporate governance, firm risk, and corporate social responsibility: Evidence from Korean firms. *Journal of Applied Business Research* 32(1): 303.
- Levin, A., Lin, C.F. & Chu, C.S.J. 2002. Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics* 108(1): 1-24.
- Lin, S.H., Chen, Y.J., Wang, T.L. & Angela Liu, Y.C. 2012. FDIs in life cycle stages: Firm-level evidence from Taiwan. *Applied Economics Letters* 19(4): 393-397.
- Livnat, J. & Zarowin, P. 1990. The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics* 13(1): 25-46.

- Low, A. 2009. Managerial Risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics* 92: 470-490.
- Nguyen, P. 2011. Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 19(3): 278-297.
- Namazi, M., Raieci, Z. & S.M. Hosseini. 2013. The relationship between corporate governance index and shareholders' return in the companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Stock Exchange* 22: 25-51.
- Masulis, R.W. 1987. Changes in ownership structure: Conversions of mutual savings and loans to stock charter. *Journal of Financial Economics* 18: 29-59.
- Mehrani, K. & Safar Zadeh, M.H. 2010. Delineating relationship between corporate governance and earnings quality with native approach. *Journal of Accounting Knowledge* 7(4): 69-98.
- Nakano, M. & Nguyen, P. 2012. Board size and corporate risk-taking: Further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review* 20: 369-387.
- Namazi, M. & Namazi, N.R. 2016. Conceptual analysis of moderator and mediator variables in business research. *Procedia Economics and Finance* 36: 540-554.
- O'Connor, T. & Byrne, J. 2015. Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance* 11(1): 23-43.
- Paligorova, T. 2010. Corporate risk-taking and ownership structure. Bank of Canada. Unpublished Working Paper.
- Paminto, U.H.A. 2015. Corporate Governance and Firm Value: The mediating effect of financial performance and firm risk. *Corporate Governance* 7(35).
- Parrino, R., A.M. Potesman & Weisbach, M.S. 2005. Measuring investment distortions when risk-averse managers decide whether to undertake risky projects. *Financial Management* 34: 21-60.
- Pathan, S. 2009. Strong boards, CEO Power and bank risk-taking, *Journal of Banking & Finance* 33(7): 1340-1350.
- Rahimi, F. & Fallah, S. 2015. Study of organizational life cycle and its impact on strategy formulation. *Procedia-Social and Behavioral Sciences* 207: 50-58.
- Rajgopal, S. & Shevlin, T. 2002. Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics* 33: 145-171.
- Rasmussen, E. 1988. Mutual banks and stock banks. *Journal of Law and Economics* 31: 395-421.
- Rink, D.R. & Swan, J.E. 1979. Product life cycle research: A literature review. *Journal of Business Research* 7(3): 219-242.
- Ross, S.A. 1973. The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review* 63(2): 134-139.
- Rungtusanatham, M., Rabinovich, E., Ashenbaum, B. & Wallin, C. 2007. Vendor owned inventory management arrangements in retail: An agency theory perspective. *Journal of Business Logistics* 28(1): 111-135.
- Saito, T. 2008. Family firms and firm performance: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 22: 620-646.

- Saravia, J. A. 2013. The lifecycle of the firm, corporate governance and investment performance. *Corporate Governance and Investment Performance* (November 1, 2013). *Documentos de trabajo Economía y Finanzas*: 13-30.
- Shleifer, A. & Vishny, R. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94: 461-488.
- Smith, M. 2015. *Research Methods in Accounting*. 3rd edition. Sage.
- Smith, C.W. & Stulz, R.M. 1985. The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20: 443-57.
- Suberi, A.Z.M., Hsu, G. & Wyatt, A. 2012. *The Relation between Firm Growth and Accounting Quality: A Test of the Life Cycle Hypothesis*. Working Paper, University of Queensland, Australia.
- Uchida, K. 2011. Does corporate board downsizing increase shareholder value? Evidence from Japan. *International Review of Economics & Finance* 20: 562-573.
- Wang, C. 2012. Board Size and Firm Risk-taking. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 38: 519-42.
- Wright, P., S. Ferris, & Awasthi, V. 1996. Impact of corporate insider, block holder, and institutional equity ownership on firm risk-taking. *Academy of Management Journal* 39: 441-463.

The moderating role of corporate governance in the relationship between a company's product life cycle and risk-taking*

Mohammad Namazi¹

Sommaye Hosseini²

Maryam Laki Khosrokhani³

Date of Receipt: 2021/11/27 Date of Issue: 2021/12/27

Abstract

Management accounting theories claim that firms experience different risks during different stages of a product's lifecycle. This study examines the moderating role of corporate governance on the relationship between a firm's product lifecycle and its risk-taking aspects. The study was conducted from 2006 to 2014 in the Tehran Stock Exchange. We conducted a statistical panel data analysis and the sample consisted of 128 firms (1,152 firm-year observations). The results showed that the decline stage of the product life cycle is the only stage that would affect the risk-taking of the selected firms. Conceivably, there is a positive relationship between the decline stage of the product lifecycle and risk-taking. In addition, the results indicate a positive relationship between the growth and decline stages of a firm's product lifecycle and its risk-taking when corporate governance plays a moderating role. In short, when corporate governance acts as a moderating variable, the relationship between a firm's product lifecycle and its risk-taking is lower than the time when there is no such variable. Hence, regulators and managers should consider the role of corporate governance in all the stages of a product's lifecycle to ensure successful firm decisions and strategies.

Keywords

Risk-taking; product lifecycle; corporate governance; agency theory.

* This article is a translation of "The Moderating Role of Corporate Governance on the Relationship between a Firm's Product Lifecycle and Risk-Taking".

1. Distinguished Professor, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran. (mnamazirose@shirazu.ac.ir)

2. PhD in Accounting, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran. (Sommaye.hosseini69@gmail.com)

3. Translator of the article: PhD student in Accounting, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran. (maryamlak2613@gmail.com)